

【大阪堂島商品取引所 経営改革協議会第2回議事内容(要旨)】

開催：令和2年2月19日

会場：大阪堂島商品取引所 6階会議室

時間：13時～15時

出席：土居丈朗（議長・慶応大学経済学部 教授）

重光達雄（副議長・FX クリアリング信託株式会社 代表取締役会長）

大澤孝元（パークレイズ銀行東京支店 市場営業本部長）

清原伸二（有限責任監査法人トーマツ ディレクター）

多々良寛夫（豊商事株式会社 代表取締役会長・商品先物振興協会会長）

中塚一宏（元金融担当大臣）

仁科一彦（大阪大学 名誉教授・明治学院大 名誉教授）

本間隆行（住友商事グローバルリーサーチ株式会社 経済部長）

山崎達雄（国際医療福祉大学・元財務官）

取引所経営陣

議事要旨



【先物商社から見た堂島商取の実態】

スピーカー：大手先物商社穀物担当責任者

- コメ業界は与信管理機能がずさんだった時代があり、代金を払わなかったり、払ったのに品物を受け取れないなこれまでかなりの詐欺的な事件が起こった。先物を紹介すると、「品物を渡せばお金は必ず入るのか？」と必ず聞かれる。
- コメ現物市場ではどこのコメが誰に渡るかというのは結構しがらみがあり、次の商売にも影響を及ぼすので気をつかわなければいけない。先物の場合、不特定多数の相手と現物をやり取りするため都合がいいことも多く、今後もっと先物市場での受け渡しを希望する生産者は増えていくのではないかと。
- 上場当初からコメ先物をやってみて、新潟コシについてはヘッジ機能がうまく働いていると実感している。値段の安い業務用米が世間で足りないと言われているが、コメ自体は決して足りない状況にあるわけではない。業務用米をカバーしている東京コメだが、実際にはニーズにそぐわないので改良の余地がある。
- まったく新しい展開としては輸出米の市場だ。日本米が欲しい人は必ず一定数海外にいる。先物市場の活性化で輸出しやすいシステムを育てることが大事で、日本のコメを買いたいと思っている人が買いやすいシステムを作ると、今後の展開に繋がり、本上場への追い風になるだろう。

【委員と商社の Q&A】

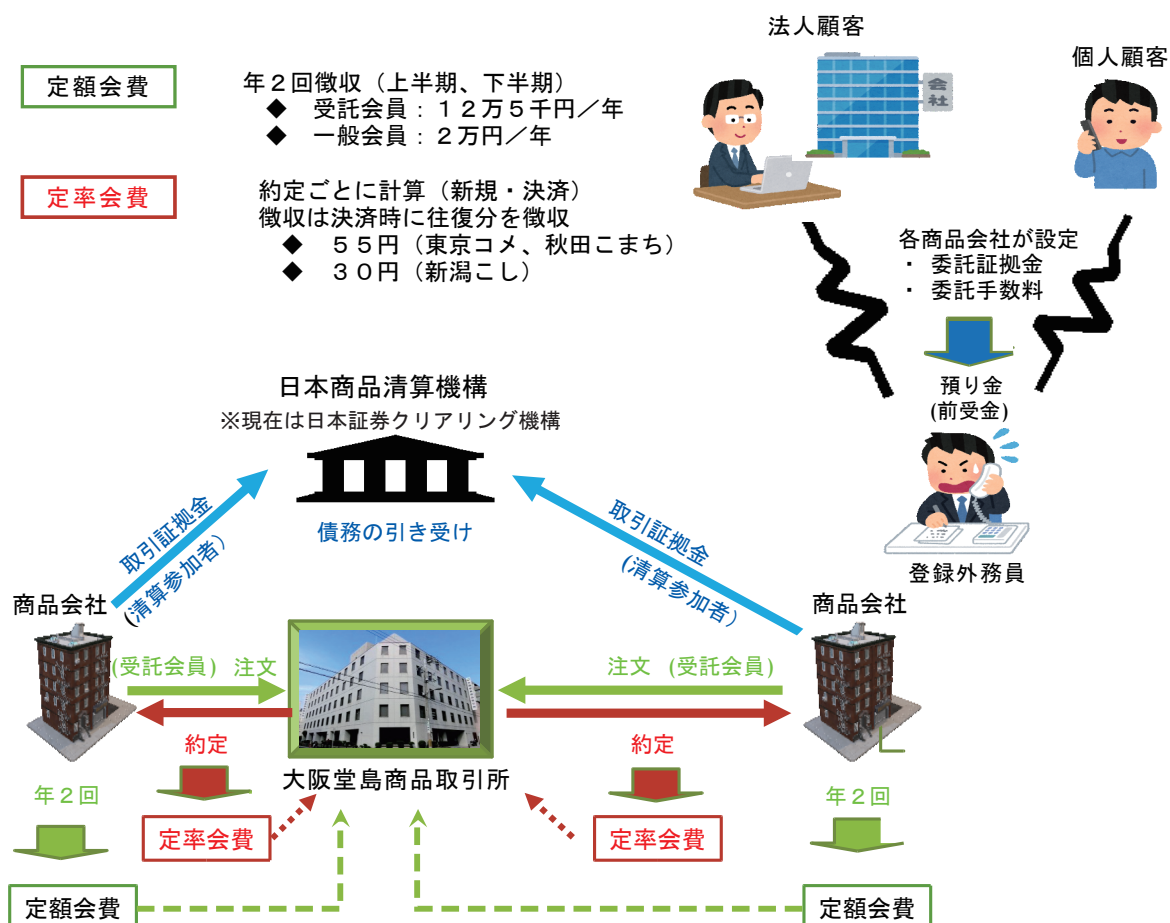
Q1 堂島の取組高をみると、御社はコメ先物にそれほど参加していないようだが、何か理由があるのか？またコメのトレーディングは、トウモロコシなど他商品と比べて差異はないか？コメは管理されているイメージが強いが、コメ先物に足りない要素はあるか？

A. 差異は特にはない。トウモロコシは以前より流動性が減っているためコメと条件は大差ない。先物に欠けている部分はリクイディティー以外は特別な。現物市場で売り買いがなくても1年先の新米について取引ができることが先物市場の魅力だ。

Q2 我々業者は法人の委託玉を受注しているが、穀物商社も取引業者を通じて商いをしているため会社の名前はそのまま出てこない。トウモロコシではかつてすごい量を取引していた。現状堂島の1日の取組高は5億円ほどだと思うが、御社も取引業者を通じて日々取引しているのか？

A. 1日だけをとると取引ができていない日もあるが、それなりには参加しているつもりだ。

【大阪堂島商品取引所と取引参加者の相関図】



Q3 1960 年代に CME や CBOT がアメリカでデリバティブを次々と上場したが、それ以前のビジネスとそれ以降のビジネスと、現場で変わった部分はあるか？

A. 規模が拡大しリスク管理に対するニーズが高まった。価格についての管理が、例えば今ならオプション付きのトウモロコシを売って価格が下がるチャンスを残しておくという契約をしたりする。つまり価格が下がっても収益が得られる構造にしておく、単純な売り買いだけではないリスク管理が広まった。デリバティブがスタンダードになった。

Q4 日本のコメを買いたいと希望するのはどういう人か？

A. 現在最大の輸出先は香港だ。現地に出店している日本のスーパーや、日本米を使ったおにぎり屋、和食レストランなどにニーズがある。少し前まで輸出米は香港に 7,000 トン、シンガポールに 3,000 トンという規模だったが、政府がそれを 10 万トン規模にする目標を立てた。普通に考えれば日本米は値段が高いので絶対に無理だ。ただ先物市場ができて日本米の価格が広く公開されれば、値段によっては日本米を望む中華圏の人々は多いはずで、潜在的なニーズはまだまだ見込めると思う。

Q5 10 万トンのコメ輸出は現実的な話か？

A. 今は現実的ではない。日本米を売る側はできるだけ高く売りたいが、サプライチェーンをあまり広げたくはない。つまり値段を高く設定して蛇口を絞っている状態であり、これが自由に入り始めると価格は絶対に下がる。値段が下がれば海外への需要喚起も進むだろう。こうした流通システムに先物市場が加わることで 13,000 トンの輸出量が 20,000 ～ 30,000 トンに増えるかも知れない。中国では 1 億トン以上のコメが作られているが、そのくらい消費があるということだ。インドも 7,000 万トン以上生産しているが、ほとんどは長粒種で、日本のような短粒種ではない。しかし日本の生産量 700 万トンクラスなら、世界からみたらすべて吸収される規模だ。

Q6 輸出されているコメはどのような種類か？

A. コシヒカリなどいわゆる銘柄米だ。多分どんなコメでもいいとは思いますが、銘柄で購入する人が大半で、その価値をどこまで理解しているかは疑問だ。

Q7 大連で昨年上場されたジャポニカ米について、御社はやっているのか？

A. やっていないはずだ。コメの商売が大規模に成り立っているのは日本だけだ。



【受託会員から見た堂島商取コメ先物取引の実態】

スピーカー：大手商品先物会社法人担当部長

- コメ先物は 2011 年 8 月 8 日に上場された。当時は大豆等の農産物の取り扱いはそのところというところだった。コメ先物については、各商社の担当部署に営業し、当初は総合商社も強い関心を持っていた。上場して実際に取引に参加したのは財閥系商社 1 社で、現物も取り扱ったが、彼らが意図した値段で取引できなかったため、やがて取引しなくなった。他の商社からも、今の取組ではできないと言われた。
- 全米販の会員も、ヘッジという理解で参加していただいたのは数社程度だが、合意早受渡しについては関心が高いと思う。しかし、流動性が薄いため、買いたい値段、売りたい値段で取引できないといわれる。リテール（個人投資家）も、ポジションを取るところまではいくが、値段が取れないところから勧めることをやめていた。そうした経緯を経て、個人的には今の新潟コシヒカリにたどり着いたかなと感じている。
- 新潟コシヒカリは、今ある上場商品の中では成功例に近い。当初、東西のコシヒカリがあったが、産地がはっきりしなかった。その点、生産高の多い新潟という産地であったこと、サイズも 25 俵と小口だったことで、参加者層が広がった。
- 2018 年 10 月、板寄せからザラバになり、マーケットメーカーも導入したことも良かった。かつては反対売買が難しかったが、マーケットメーカーのおかげで、それも出来るようになった。そのため、昨年（2019 年）1 月からリテールについても、取組目標を作って、営業を始めた。先物市場に参加するお客様を分類すれば、ヘッジャー（当業者）とスペキュレーター（個人投資家）に分けられる。コメ先物は現在のところ、当業者が圧倒的に多く、投資家が少ない。決定的に足りないのが投機。このバランスでは、先物市場としては難しい。
- コメ先物への参加者を増やすためには第一に、もっと情報を提供しなければならない。ただ、各社がそれぞれ情報を作るのは現状困難であるので、投機家を導入すべき受託会員に対しては、取引所からも情報を提供すべきだと思う。マーケットメイカーやプロップを生業としている業者の参加も増やしてもらいたい。
- ヘッジャーサイドから見ると、全農をどう取り組ませるかが課題。農協の中にも、先物をよく勉強している農協もあれば、まったく知らない農協もある。作ったものを右から左に全農に委託する農協もある。しかし、こうした単協の参加がもっと欲しい。小豆はかつて、ホクレンが長年にわたって先物市場を利用していた。今の小豆はヘッジができる市場ではなくなっているが、コメについてもっと関心を持ってもらい、単協からの注文があっても良いと思われる。

【委員と先物業者の Q&A】

Q1 東京コメはどうか？

A. 現状コシヒカリはともかく、秋田こまちと東京コメは勧められない。

Q2 ファンドなどの参入が少ないが、なぜ？

A. 市場のサイズが小さい。海外のファンドが日本市場に参入してきた最初は小豆だったが、その後、流動性がなくなったため、撤退した。今のコメも、市場サイズが小さいため、彼らは参入してこない。

Q3 JA の参入が必要と言うが、どうやって彼らを引き入れるのか？ 現状、この経営状態だと難しいのではないかな？

A. JA の中でも、実際に参加されていた事例（小豆）があり、それが参考になる。ヘッジとして、どう上手に立ち回ったかをサンプルとして出していけば良いと思う。

Q4 JA に協力していただけたとして、新潟コシヒカリをうまく伸ばして、他はいいという戦略でいくのか、それとも東京コメや秋田こまちにテコ入れすべきという戦略なのか？

A. 個人的には、新潟コシをより活性化させ、先物の仕組みをうまく機能させることが重要だと思う。当業者としては、地元のものの方が良いのだろうが、スペキュレーターとしては、ひとつの銘柄に集中してもらう方がよい。今は、どの銘柄も流動性が薄い状態なので、一点集中で厚みを作ることが大事なのではないか。

Q5 ヘッジャー、スペキュレーターのそれぞれが、先物市場に何を求めるのかだと思う。生産者がヘッジするのは、高く売するためというのは分かりやすい。投機家やファンドは何を求めてコメ先物をやるのだろうか？

A. 投機家は、儲かれば良いという観点で商品を選ぶ。となれば、価格変動で選ぶ。後はお客様自身のリスク許容度による。リスクがあっても、何かの時に大きく取れるとなればやる。

Q6 コメに、それだけの動きがあるのだろうか？

A. 投機家が注目するのは、単純にボラティリティだと思う。去年、新潟コシヒカリは 15,000 円から 20,000 円まで動いた。そういう値動きが面白いと思えば、まずは入ってくる。これに比べると、秋田こまちも東京コメも動きが小さかった。産地次第で値段が動くという新潟コシヒカリを知ってもらえば良い。とうもろこしも天候や為替で値動きがある。コメ先物はまだ、天候があまり話題にされていないが、台風などの話題でも動く。そういう点が、一般の人にも理解されれば、参加してくるのではないかな。

Q7

先物業者の数が少な過ぎる。本協議会の委員を引き受けたのも、先物業者が9社ぐらいでは少ない、50社ぐらいにならないといけないという意見に賛同したからだ。お客さんがついている業者が、少なくとも30社、40社以上いなければだめ。海外業者であれ金融取引会社であれ、受託業者数を増やさなければならない。

取引所、受託業者ともに、この収入ではダメというのは、前回も委員から声が出た。

取引をつなぐ業者が増えればよいが、現在は、ホームページを見ると、実際の委託手数料も含め、フィーの表示が見当たらない。儲かるものであれば投資家も参加してくると思うが、委託手数料も分からないとなると、参加しにくいのでは。

今は、委託手数料は各社別々なので――。

それらも含め、各社個々の資料を提供して欲しい。

カテゴリー分けを見ると、マーケットメーカーはどこかで離脱するものだが、それができない場合は、取引所の払い損という形になっている。やはり、外国商品先物業者や投資家、ファンが参加しなければダメ。

JAが在庫ヘッジをするにしても、市場に投資家がいなければダメ。今はJAが売ったら、買い手がいらない状態になっている。そうなってくると、電力先物の議論にもあったが、「何で、自分より小さな市場でやらなければならないのか」ということになる。であれば、海外業者を勧誘するとか、やることがいろいろあるし、そういった市場参加者を増やすことが大事になる。また、試験上場を本上場に持っていくことについては、農産品マーケットを本格的に集約して、経営体質を強化していく方向で行く方が良いとも思う。

そもそもコメというのは天候に左右される。皆が公平にシェアできる情報なら良いが、結局ブラックボックスがあるのでは、取引できない。仮に政治関係や何かでブラックボックスがあるのであれば、一般に勧めるのはどうだろうかという疑問もある。

- A. コメ価格も、最初に決める値段は、JAの出す概算金等でスタートするが、その後は、需給や天候で動いている。米国でも、USDA（農務省）が毎月発表する作況指数が結構動き、価格もそれによって変動していく。安心して先物を取引できるかどうかは情報次第。情報は確かに大事だと思う。JAについて言えば、現在、農協では仕入れ価格と販売価格のサヤが大きい。その点、JAにとっては（日々の値段が明らかになる）先物市場はあまりウエルカムな存在ではないのだろう。

東証・大証が先物やオプションを始めた時、日本は家計資産が増えて、その際の運用の道具として株や債券が勧められ、最終的には出口も必要になるということで、先物も議論された。その時にもいろいろと反対意見があった。しかし、当時の大蔵省の方々が「先物もあっていいの

ではないか」ということで認められた。コメに限らず商品も、取引の仕組みをわかりやすいものにして、海外にも当然宣伝するということから始めていくことが必要ではないか。もうちょっと PR をしてみる価値があるのではないかと思う。

前回の会議で、当業者の方から見て、コメ先物は便利なものだということがよく分かった。しかしまだ、バイサイドの顔が見えてこない。FX は実需もあるが、ミセス・ワタナベのような個人投資家も参加している。しかし、ドル / 円などはボラティリティがほとんど無い。それでもビジネスになると思えば競争原理が働き、ボラが出てくればプロップでも個人投資家でも取引するという実態がある。

コメは 1 兆円の取引だが、証券取引所の現物取引は約 700 兆円、FX は大手 1 社だけで年間 800 兆円ぐらいの取引規模がある。今後、参加者を増やすとすると、競争する人たちが、コメあるいは堂島取に魅力を感じてメンバーになってもらわなければならないが、規模の面で、果たしてコメだけでメンバーになるのかという問題がある。

また、現在のコメ先物に価格発見機能があるのかという問題もある。証券市場を見習うと、アメリカの株価指数は 30 種類の株でも価格発見機能を果たしているし、日経 225 も日本の株価の動向を示す役割を果たしている。そう考えると、日本のコメについても、受渡しのできる個別銘柄の先物の上場はあって良いが、一方で今後の米の国際化を踏まえた上で、主要銘柄で構成する日本独自のコメ指数とその先物があっても良いと思う。

いずれにせよ本協議会では、コメ先物を審議することと、本所の経営を考えることは分けて考えるとよいのではないか。

ちなみに、政治家の先生方も「大阪堂島」というと、世界の先物の発祥の地であり、コメ先物が行われていたということを皆知っている。何とか、継続発展させていきたいところだ。

大阪堂島商品取引所 vs. 日本取引所グループ

出典: ウェブサイト
・日本取引所グループ
・日本証券業協会

2019年 12月基準	ODE: Osaka Dojima Commodity Exchange 大阪堂島商品取引所	JPX: Japan Exchange Group, Inc. 日本取引所グループ
取引参加者	10社 (受託会員)	東京証券取引所 88社 (証券会社) 大阪取引所 76社 (証券会社) 東京商品取引所 14社 (受託会員) 日本取引所グループ
上場銘柄	商品先物 コメ先物 3銘柄 (試験上場) 内訳 { 東京コメ 新潟コシ 秋田こまち その他 4銘柄 内訳 { とうもろこし 大豆(米国産) 小豆 粗糖	個別株式 3,700銘柄 (時価総額600兆円) 指数先物 16銘柄 国債先物 4銘柄 指数オプ 6銘柄 国債オプ 1銘柄 個別株オプ 228銘柄 商品先物 30銘柄 商品オプ 1銘柄 日本取引所グループ
顧客口座	法人 117社 個人 22人	法人 465,314社 (全国) 個人 23,972,064人 (全国) 日本証券業協会
売買代金	コメ 1,660億円 (年間) 7億円 (1日平均)	個別株式 640兆円 (年間) 2.7兆円 (1日平均) 指数先物 1,438兆円 (年間) 6.0兆円 (1日平均) 参考内訳: 日経225先物ラージ+ミニ 997兆円 (年間) 4.1兆円 (1日平均) 指数オプ 4.9兆円 (年間) 202億円 (1日平均) 国債先物 1,474兆円 (年間) 6.1兆円 (1日平均) 日本取引所グループ

2019年 12月基準	ODE : Osaka Dojima Commodity Exchange 大阪堂島商品取引所	JPX : Japan Exchange Group, Inc. 日本取引所グループ
取引高	コメ 29万枚（年間） 1,200枚（1日平均）	個別株式 3,866億株（年間） 16億株（1日平均） 指数先物 3億単位（年間） 124万単位（1日平均） 参考内訳：日経225先物レンジ+ミニ 2.6億単位（年間） 108万単位（1日平均） 指数オプ 3,070万単位（年間） 108万単位（1日平均） 国債先物 961万単位（年間） 4万単位（1日平均） 商品先物 1,900万単位（年間） 7.9万単位（1日平均） 商品オプ 3.2万単位（年間） 133単位（1日平均） 日本取引所グループ

先物はゼロサムゲームなので、証券で指数先物がスタートした際には、最初は外人が圧倒的に勝ち、日本のトレーダーは負けた。新しい取引には、授業料を払わなければならない。

私も為替をやってきたが、小さなマーケットで、情報が無いと難しい。また市場規模が小さく、リクイディティがないと難しい。

ここまでの意見を事務局にまとめてもらい、次回は3月9日にやりたい。

株式会社化の方向で進んでいるので、次回は、株式会社化について、取引所から資料を出してもらいたい。